

## 第5章 銀行危機の原因と対応 - チリとメキシコ

著者	伊藤 成朗
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	475
雑誌名	発展途上国の金融制度と自由化
ページ	165-207
発行年	1997
出版者	アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00012788">http://hdl.handle.net/2344/00012788</a>

## 第5章

# 銀行危機の原因と対応

### — チリとメキシコ —

#### はじめに

自由化は厚生改善をもたらすという信念のもと、1970年代後半から多くの途上国では銀行自由化が実施された。しかし、多くの自由化政策は、不確実性や情報の非対称性についての考慮が不十分であったため、逆に銀行システムを混乱に陥れてしまった。

チリでは、1974年に銀行民営化が始められ、その約2年後には最初の銀行倒産、81年には銀行の過半が倒産した。経営再建のために銀行が負った対政府債務は、15年経過した現在でも、未だに経営を圧迫している。メキシコでは、90年の銀行再民営化の後、情報開示が不十分であったことから不良資産が蓄積され、94年末の国際収支危機とその後の高利子率政策によって、全銀行数の3分の1が倒産した。96年現在、政府が銀行資産の健全化に用いる費用は、95年のGDPの約6%にのぼる見込みである。

一般に、銀行危機とは、「数多くの銀行（グループ）の負債額が資産の市場価値を上回ることが、預金取り付けなどのポートフォリオ・シフトを発生させ、いくつかの金融機関が倒産して政府が介入する状態」と定義される（Sundararajan and Baliño[1991]）。こうした状態を「危機」と呼ぶのは、(1) 決済システムが機能不全に陥ることにより、貨幣供給量が減少すること、(2) 取り付けが発生すると、融資先の投資が本来の収益をあげる前に清算された

り (premature liquidation), 通常時には実施される新規プロジェクトに資金がまわらなくなること, (3) 銀行の倒産により, 銀行内部に蓄積された情報資本が失われる可能性があること, などが発生するからである。決済システムの貨幣機能の低下, 銀行の金融仲介機能の低下は, 純粋な厚生低下である。このため, 将来において銀行危機を避けるためにも, 過去の事例を検討する必要がある。

本章では, チリ (1983 年) とメキシコ (95 年) の銀行危機を取り上げ, 銀行危機の原因をマクロ経済要因, 事前的規制要因に整理し, 政府の取った事後措置の内容を明らかにする。第1節ではチリの事例, 第2節ではメキシコの事例, 第3節では2国の経験から得られる教訓を記す。

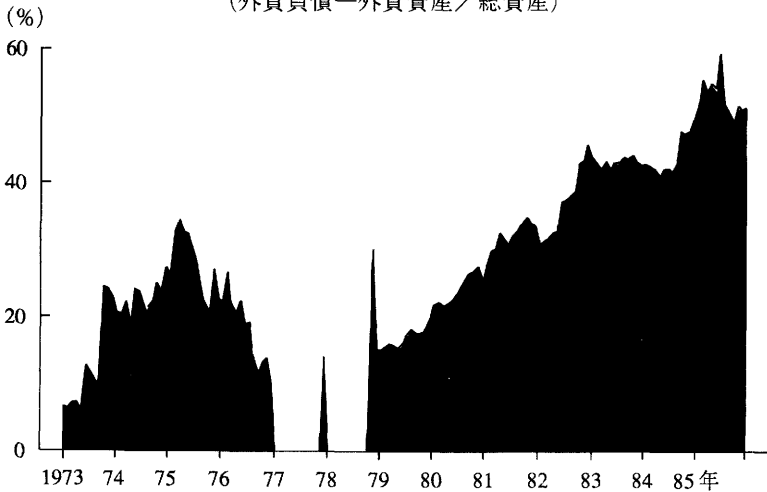
## 第1節 チリ

### 1. マクロ経済政策 — 1973～82 年

1973 年以降, チリ政府の経済政策における最大の関心事はインフレーション抑制であった。74年に504%にまで上昇したインフレーションを生産縮小なしに抑えるべく, 政府が採択したのは為替レートベースの安定化政策 (Exchange Rate Based Stabilization: ERBS) であった<sup>(1)</sup>。財政赤字削減と貿易自由化を実施し, タブリータ (tablita) と呼ばれる為替減価の予定表を公開しながら, 徐々に減価率を低めることでインフレ率を下げていったのである。

国際的な財の裁定取引によって貿易財価格上昇率は低下したが, 賃金インデクセーションの影響により, 非貿易財価格上昇率の低下は緩慢であった。こうして実質為替レートは増価し, 経常収支が赤字化したため, 政府は外貨準備を減少させないよう, 国内貯蓄増強と資本収支黒字拡大を目指し, 利子率規制撤廃などの金融自由化や, 長期資本の国際移動規制緩和などを実施した。

図1 銀行部門の為替リスク  
(外貨負債－外貨資産／総資産)



(出所) IMF, *International Financial Statistics*, 各月号。

1979年6月に銀行の外貨負債／自己資本比率、80年4月に月次外貨負債増加額規制が撤廃され、短期資金の資本移動規制が緩和されてからは、成長回復、高利子率に支えられて銀行の外貨負債は急増した(図1)。銀行自らが為替リスクを負い、内貨で貸付を増やしたのは、内外利子率格差が大きかったためであった。資本移動規制の緩和による国際的な利子率裁定の活発化や、インフレーション収束にもかかわらず、名目利子率は高いままであった。経常収支赤字が持続していたこと、賃金インデクセーションがインフレーションにイナーシャを与えていたことなどから、為替切下げ期待が高まり、安定化政策全体の信認を低めていたことが原因と考えられる。ただし、後述するように、危機後に銀行の外貨建て負債に対して政府が補助金を与えたため、積極的な為替リスク負担は結果的に合理的な行動であった。

1982年に入ると、メキシコの債務危機の影響もあり、海外借入が困難になったため、政府は経常収支赤字削減のための調整政策を開始する。6月に政府がその一環としてERBSを放棄して為替レートを切り下げると、銀行の

外貨建て債務の支払い負担は急激に上昇した。銀行が外貨建てで貸し付けた資産も借り手が返済不能になって不良債権化し、すでに高い水準にあったとされる不良債権比率をいっそう引き上げてしまった。

## 2. 金融自由化の経緯—— 事前規制

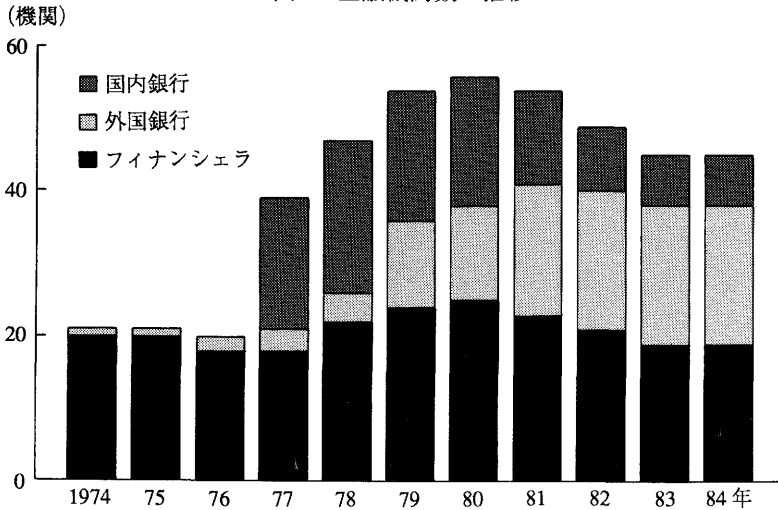
### (1) 民営化

チリでは、1970年のアジェンデ政権のもと、国有化や価格統制をはじめとする計画経済化が実施された。その後のピノチェト政権では、一転して経済自由化政策がとられ、民営化、規制緩和、対外開放が進められた。後述するような情報開示の遅れや、銀行民営化に際して買い手に関する審査が詳しく行われなかったこともあり、民営化プロセスを通じて所有の集中が進み、企業はグループ (grupo) 化の傾向を強めた。また、民営化を促すという目的のもと、国有持ち株会社 (Corporación de Fomento de la Producción: CORFO) は、株式の買い手に買収企業の資産を担保にローンを供与した。このため、銀行所有の集中が進んだだけでなく、負債比率が高まり、自己資本ベースは減少した。

### (2) 競争制限的規制の緩和

チリの金融自由化は、金融抑圧の解消を目的に実施された。具体的には、政府が金融機関、とくに、銀行からのレント徴収を止めることで民間部門で動員・配分される金融資源の量を増やす一方、競争を通じて金融仲介の質を高めることが目指された。1974年5月にフィナンシエラ (financiera) と呼ばれるノンバンクの短期利利率が自由化され、時間において75年12月に銀行部門の利利率が自由化された。このため、競争上有利なフィナンシエラが数多く設立された (図2)。75年に入ると銀行部門も自由化が進み、(エスタード銀行を除いた) 銀行の民営化、銀行利利率の自由化が実施され、76年には、準備率の引下げ、信用上限の撤廃、信用配分規制の撤廃などが次々に行

図2 金融機関数の推移



(出所) Velasco[1991]. 原出所は Larraín[1985].

われた。

### (3) 健全性規制

政府の規制緩和政策は、法定手続きを経ないでフィナンシエラが設立されることを黙認するほど自由なものであった。銀行も規制当局(Superintendenciade Bancos e Instituciones Financieras)に財務状況を報告することが義務づけられていたが、当局の監督能力は限られたものであった。このため、自由化開始約2年後の1976年12月には、債務超過により、銀行1行と9のフィナンシエラが経営危機に陥ってしまった。

最初の金融機関の経営破綻以降、政府はたびたび金融機関のリスク負担に一定の制限を課すようになった。1976年12月には、非合法フィナンシエラを合法化する手続きをとり、さらにその会計基準を強化して、最低自己資本比率を銀行の75%に設定した。78年には、銀行に外部監査を義務づけ、そして、法改正によって経営破綻における経営者の刑事訴追の道を開いた。79年3月には、支払い遅延債権の利払いを元本に上乗せすることを禁止する政

令を発表した。また、80年2月には銀行の貸出債権をリスクに応じて4段階に分類し、リスクウェイトされた貸付／自己資本比率の上限を定めた。

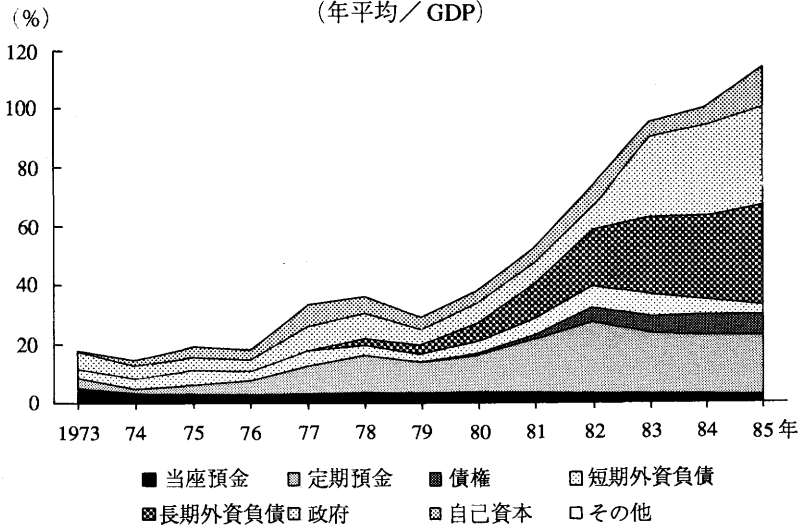
このように銀行経営の健全性を確保するよう再規制をしたものの、情報開示が不十分であったため、規制の実効性には問題があった。例えば、1981年11月に政府の管理下におかれたエスパニョル銀行の場合、80年4月までは外部監査報告において資産内容の悪化は指摘されていなかった。しかし、管理下におかれたときには、資産の37%について借り手の情報がなく、しかも、利子返済すら行われていないことが明らかにされた。

### 3. 金融自由化の結果

#### (1) 金融仲介量の増加

銀行部門の市場からの資金調達を対総資産比と GDP 比で表したのが図3

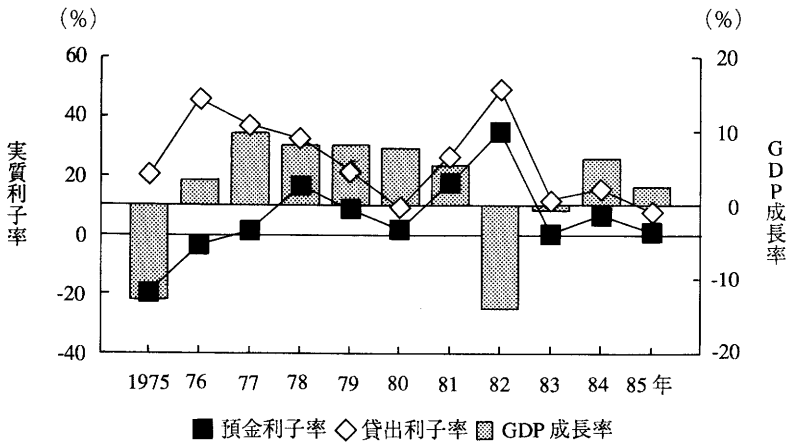
図3 銀行部門の負債構成 (チリ)  
(年平均／GDP)



(注) 1977, 78, 82, 83 年はデータ欠落あり。

(出所) 図1に同じ。

図4 実質利子率と成長率



(注)  $r = [i - \pi] / [i + \pi]$   $i$ は名目利子率,  $r$ は実質利子率,  $\pi$ はインフレ率。

(出所) 1975, 76年は Banco Central de Chile, *Boletín Mensual*, 他は図1に同じ。

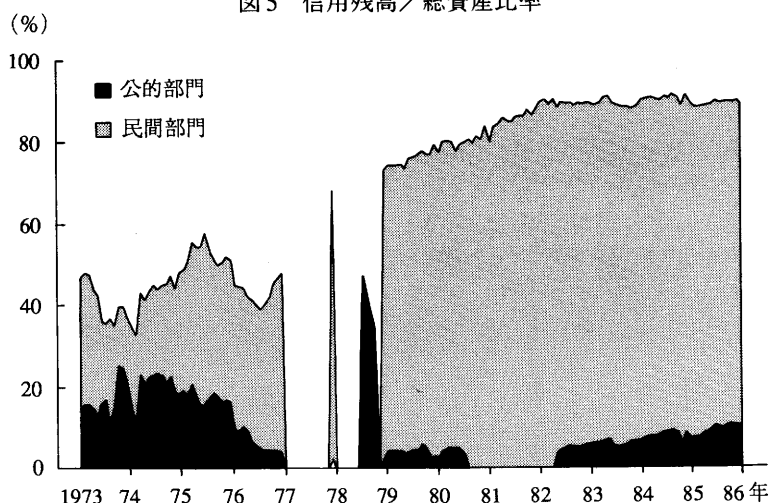
である。資金調達額は1976年までは変化がないが、77年以降急増していることが分かる。これは実質預金利子率が、77年になって初めてプラスになったことと関係があると思われる（図4）。75年の利子率自由化以降、2年間もプラスの実質利子率が実現されなかったのは、高率のインフレーションが収まっていなかったためである。インフレーション収束とともに実質利子率はプラスを維持していることから、プラスの実質利子率実現には、インフレーション抑制が必要と考えられる。また、財政赤字の解消によって資金運用面での規制緩和が進んだことも資金調達の増加に影響していよう。

運用側では、1976～78年と80年から危機発生直後の82年まで、二つの期間で対民間信用が急増している（図5、図6）。前者は、準備率引下げと信用上限撤廃によって、対公的部門融資の重荷が外された時期に当たる。後者は、銀行による外貨負債発行の緩和された時期以降、銀行システムが全面的に倒産するまでの期間である。

1978年まで実質預金利子率と実質貸出利子率は、ほぼ無関係に変動して



図5 信用残高／総資産比率



(出所) 図1に同じ。

いたが、78年からは連動するようになる。競争制限的規制の緩和、利子率自由化、政府によるレント徴収停止によって、銀行部門への資源集中が緩和された結果と考えられる。ただし、図4にみられるように、預貸のスプレッドは国際的水準からみても高いままであり、信用市場の非効率性を反映している<sup>(2)</sup>。

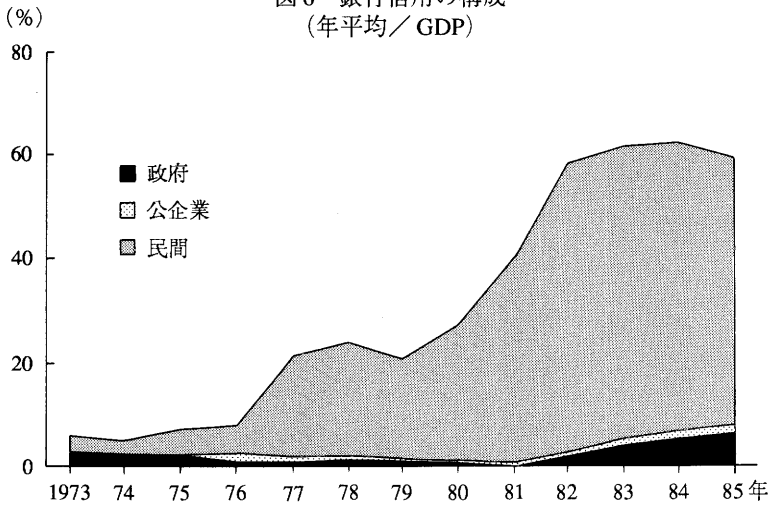
以上みたとおり、自由化に伴って金融抑圧を特徴づける高インフレ、負の実質利子率、銀行による財政赤字ファイナンスは解消された。これに代わって、金融貯蓄増加、総資産／信用残高比率の上昇など、金融仲介量が増加し、実質預貸スプレッドの縮小にみられるように、金融仲介コストも減少した。

## (2) 銀行システムの不安定化

### (i) 系列融資の増加と不良債権の累積

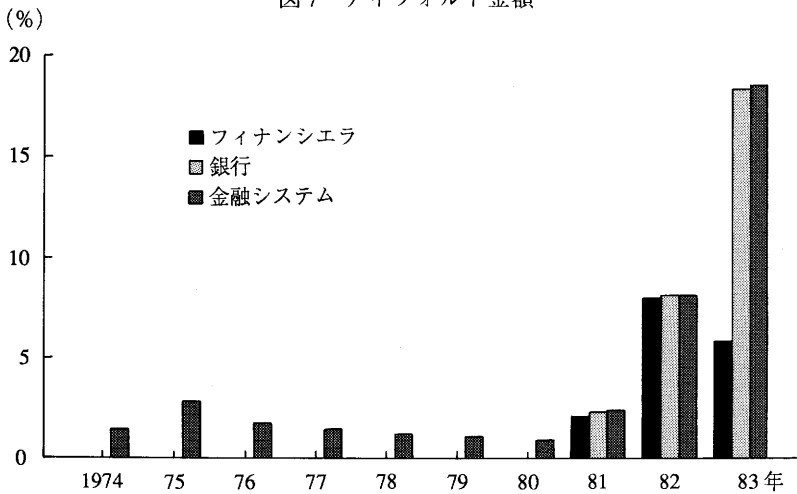
自由化の結果、金融仲介の量が増加し、そのコストが減少したものの、仲介の質は劣化した。図7のデフォルト／総資産比率は、81年には2.3%で

図6 銀行信用の構成  
(年平均/GDP)



(出所) 図1に同じ。

図7 デイフォルト金額



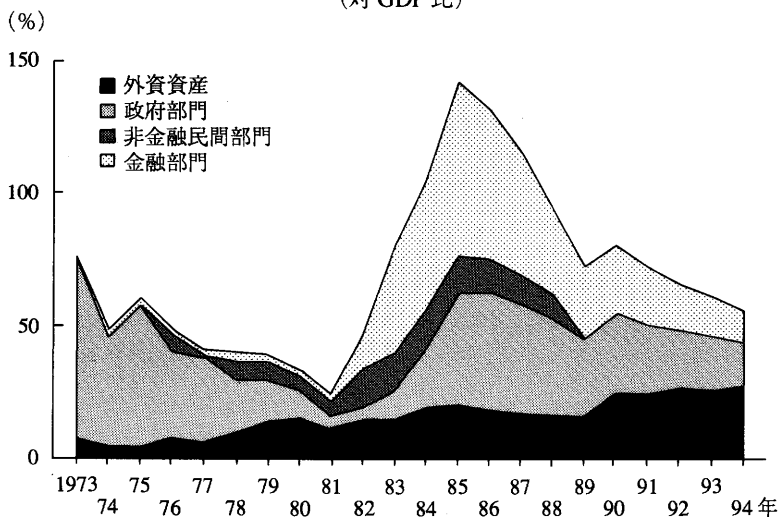
(注) それぞれの総資産に対する比率。

(出所) Velasco[1991]. 原出所は Lüders[1986].

あったのが、規制開始2年後の82年には8.2%、83年には18.5%にまで拡大している。デフォルトには遅延債権が含まれていないため、この数字ではチリの銀行システムに蓄積された不良債権額が過小評価される<sup>(3)</sup>。そこで、Velasco [1991]（原出所 Arellano [1983] の推計）に依拠すると、銀行はその自己資本に対して11%（80年）、22%（81年）、47%（82年）、113%（83年）と遅延債権を積み上げていったことがわかる。また、市場で処分しきれなかった不良債権は中央銀行が買い上げたため、図8にあるように、82年以降の中央銀行の対金融機関債権の増加として現れている。

こうした銀行の不良債権には、銀行の所属するグループ向け融資が大きな割合を占めていた。民営化で企業グループに売却された銀行の多くは、最大株主であるグループ所有者の利益に沿うような経営政策をとっており、グループ所有者は新たな企業を買収するための資金を必要としていたため、グループ向け融資が増えたのである<sup>(4)</sup>。

図8 中央銀行の資産構成  
(対 GDP 比)



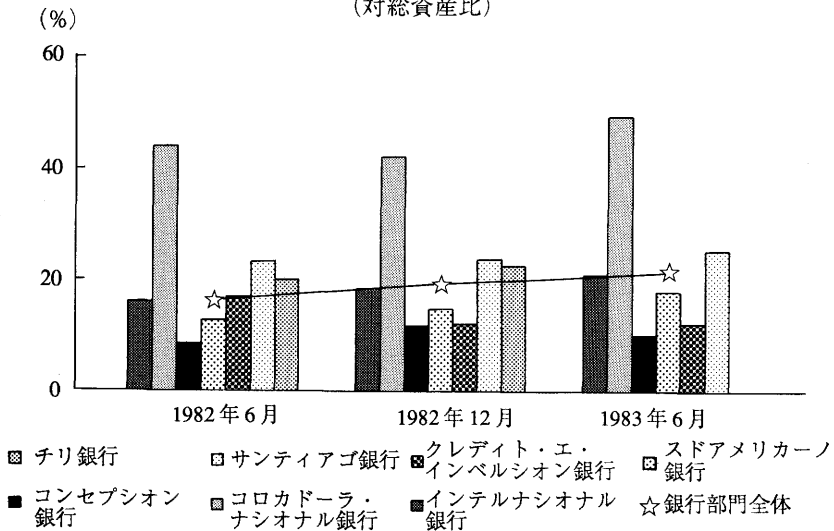
(出所) 図1に同じ。

グループ向けの系列融資の目的はグループ規模拡大であったため、リスクや収益性などの事前審査は慎重に行われなかったといわれる。1976年に発生した経営破綻の原因も、金融機関が記録なしに系列融資を繰り返し、その回収ができなくなったことであった。図9は、82～83年における貸出に占める系列融資比率の推移である。この図からは、介入を受けた銀行の系列融資比率が高いこと、コンセプション銀行を除いたすべての銀行が系列融資比率を増やしていることがわかる。このように、返済の見通しの立たない系列融資をロールオーバーさせ続けたため、77年には、さらに12のフィナンシエラが経営破綻をきたし、81年11月には、3銀行、1開発銀行、4フィナンシエラの経営が政府管理下におかれた。

## (ii) 部分的規制緩和の影響

金融システムを不安定化させた他の理由としては、政府の部分的な規制緩和をあげることができる。選別的な規制緩和は競争条件を不均一にするた

図9 系列融資比率  
(対総資産比)



め、一部の金融機関の収益を減らし、経営を悪化させることがある。商業銀行とともに利子率規制を受けていた国立貯蓄貸付組合（Sistema Nacional de Ahorros y Préstamos: SINAP）は、1974年5月に利子率が自由化されたフィナンシエラと預金獲得で競合するようになり、預金引出しの急増によって取り付けが発生し、倒産に追い込まれてしまった<sup>(5)</sup>。

#### 4. 政府の対応——事後的措置

##### (1) 支払い保証

競争制限的規制の緩和の後、政府は金融機関の経営破綻にいくたびか直面した。自由化後最初に発生した1975年6月のSINAP預金取り付けでは、政府は預金引出しを一時は認めながらも、その後引出し上限の設定、預金保証額の縮小を行った。このため、これ以降は包括的な預金保険の存在が疑問視されたと考えられる。

ところが、こうした保険不在の印象が持続したのは、実質的には18カ月にすぎなかった。政府は1975年6月のSINAP危機をのぞき、76年、77年、81年の銀行とフィナンシエラの倒産において、合法的に設立された金融機関の預金を全額保証しているからである。預金保険機構は83年1月まで設立されなかったが、政府の事実上の預金保証によって、SINAP危機以降は取り付けが発生することはなかった。

##### (2) 補助金給付

支払い能力保証に加え、1981年以降のチリでは、銀行救済スキームでの無利子・低利子融資や対外債務返済での為替補助金給付、新規株式購入での税控除・購入資金長期低利融資など、政府は新旧の銀行株主に対して補助金を給付した。一方、債務者にとっては、実質貸出利子率の高騰、賃金や利潤の減少、為替減価によるペソタームの外貨債務増加など、債務負担の増加とキャッシュフローの減少とが重なってしまった。このため、次に述べるUF

(Unidad de Fomento) プログラムでは、流動性問題への対処とともに、利払い減免による債務削減が実施された。債務削減は、インデクセーション・ユニットのUFを用いて返済をリスケジュールし、同時に利子率を市場レート以下に抑える方法がとられた。

### (3) インデクセーション・ユニットの導入

インフレーションは金融取引に不確実性をもたらす。このため、インフレ率の変動が激しい経済では、金融取引はインフレ率にインデクスされた単位で行われることがある。チリの銀行危機は国際収支危機と同時に発生したため、為替レートの変動がインフレーションに与える影響が不確かとなった。このため、政府が公的にインデクセーション・ユニット (UF) を導入し、債務のリストラクチャリングの過程で積極的に用いた。

インデクセーション・ユニットには、不確実性を取り除く以外にも、債務返済負担を異時点間で平準化する効果がある。例えば、名目利子率が平均で60%を超えていた1982年のチリでは、中長期的には支払い能力があっても、その年の利払いができなくなってデフォルトする可能性がある。UFは実質利子率をあらかじめ決めるため、債務者のキャッシュフローがUFにインデクスされている限り、返済負担が82年に集中することはなくなる。債務のリストラクチャリングの過程でUFが重用されたのも、債務返済に時間的猶予を与えるためである。しかし、公的なインデクセーションは、同時にインフレーション・イナーシャをもたらすデメリットもある (UFの詳細については付論Iを参照のこと)。

### (4) 規制体系の見直し

1983年1月の介入の後、政府は、市場規律を利用して政府介入を最小化し、系列融資などの過去に問題化した慣行をなくすことを目的とした規制体系の見直しを行った。81年には単一企業、および、グループ企業への貸出額の上限を定めた。86年11月に発効した新銀行法では、規制当局の過去の政

令の法律化，系列融資抑制を目的にした銀行顧客の定義，最低年3回の情報開示義務，小口預金（最大預金額120UF）の90%までの預金保険の設定，当座預金の100%保証，支払い問題時における株主と債権者との交渉過程の確立，交渉決裂時の規制当局による銀行清算，既定の各種債務／自己資本比率に満たない場合の株主の再資本化義務，2年後に資本転換可能な銀行間救済融資の承認など，銀行経営を規律づける措置が盛り込まれた。

## 第2節 メキシコ

### 1. マクロ経済政策 — 1990～95年

1985～87年まで，メキシコ政府は，対外債務返済に起因する財政赤字を商業銀行への国債の強制的割当てで消化していた。割り当てられる国債の利回りは市場レート以下であり，政府は銀行の経営を支援するために預金利率に上限規制を加えねばならなかった。こうした金融抑圧が銀行部門の効率性を低めていることを問題視した政府は，財政赤字ファイナンスを銀行引受けから国債の市中消化にシフトさせつつあった。

財政赤字の市中消化が進み，ベーカー提案による債務削減の一環で外貨準備が一時的に積みあがると，政府は本格的なインフレーション安定化に取り組みはじめる。1987年12月に始まった安定化政策の戦略は，数年にわたる価格統制と為替レートにターゲットゾーン制を採用した以外は，内容はほぼチリと同じであり，その中心はERBSと構造改革の推進であった。しかし，94年12月に国際収支危機が発生し，為替はフロート制に移行して7年に及ぶERBSは放棄されてしまった。

危機直後の3カ月間は，有効な政策が打ち出されなかったこともあり，為替は変動を続けた。外貨準備回復には支出削減と為替切下げが必要であったため，1995年の為替レートは94年と比較して平均で88%減価している。3

月になるとメキシコ政府とIMFの協議が本格化した<sup>6)</sup>が、外貨準備の水準維持に利子率を用いるようになり<sup>6)</sup>、インターバンクのオーバーナイト・レートは年率換算で100%を超えるようになった。95年平均の利子率は、インターバンク平均レート（Tasa de Interés Interbancario Promedio: TIIP）で94年の17.84%から54.09%にまで上昇した。年初はインフレ率の高さに利子率が追いついていない状態であったが、5月を過ぎると利子率が急上昇し、実質利子率もプラスの値を回復するようになった。

利子率の上昇によって銀行債権には遅延が目立つようになり、銀行資産の不良債権／ローン総額比率は、1994年末の7%から95年11月末の18%に上昇した（Reuter, 1995.12.19）。遅延債権処理のための準備金積立てのため、多くの銀行が自己資本を取り崩すことを余儀なくされた。

為替レートの減価は外貨建て債務をペソ建てで倍加させ、1994年末の銀行の対民間信用における外貨建てローンの比率は27.1%にのぼった。また、減価は外貨純債務者であった銀行の債務も増やすことにもなった。90年以来、銀行部門は多額の外貨債務を発行しており（図10）、92年の銀行の外貨債務発行制限後には外貨債務増加は減速したものの、総資産に占める外貨純債務比率は10%以上を推移していた。

## 2. 金融自由化の経緯——事前的規制

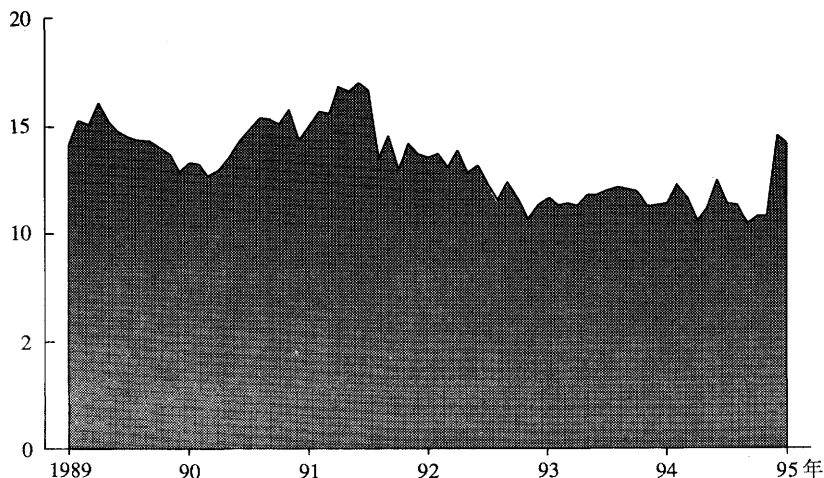
### (1) 再民営化

1989年5月、メキシコ政府は銀行民営化法案を可決し、7月には新銀行法が成立して持ち株会社が子会社を通じてあらゆる金融サービスを提供することが認可された。こうした決定を受け、91年6月、政府は最初の銀行再民営化を実施した。10年近く国有であった銀行は、メキシコ人が所有するという方針のもと、国有化前の所有者の手に戻さないという配慮をもって売却された（Reynolds[1994]）。

国有化時代は、メキシコの銀行にとっては、リストラクチャリング期間



図10 銀行部門の為替リスク  
 ((外貨負債－外貨資産)／総資産)



(出所) 図1に同じ。

であった。銀行を管理下においた政府は、規模の経済性の実現、銀行の広域展開、資本利益率の向上、銀行資産の健全化を目標に、中小規模の銀行の整理統合を進めた。これにより、1982年の収用時には60あった銀行数は、89年には18に減少し、自己資本比率は2.75%から6.48%、資本利益率は22.10%から27.50%に上昇した(Reynolds [1994])。経済安定化による生産拡大への期待も手伝って、国有銀行は平均して接收時資産簿価の3倍以上の価格で落札された。

## (2) 競争制限的規制の緩和

1988年8月、政府はレント徴収のチャネルとなっていた優先貸出の政府向けの割合(国債割当て)を減らし、89年8月に廃止する。利子率の自由化が88年10月の銀行支払い承諾の発行自由化によって始まり、89年4月には利子率上限規制が完全に撤廃された。5月になると、銀行民営化法案成立によって銀行民営化が確定し、7月には新銀行法の成立で金融持ち株会社が解

禁された。90年4月には、強制準備制度(encaje legal)を流動準備率制度(coeficiente de liquidez)に変更し、その後流動準備率は漸進的に引き下げられた。93年12月には、外国銀行が支店を開設することを許可する法案が可決された。また、87年の税制改革では、企業の資金調達手段間での税率の不均等が是正され、名目利子率のインフレーション部分の支払いが新たに課税対象となり、負債発行のメリットが87年以降漸次的に減じられて証券発行との競争を活発にさせた。

### (3) 健全性規制の強化

持ち株会社化に伴う利害背反を回避するため、1989年7月制定の銀行法では、持ち株会社の株式保有や、銀行の融資上限が定められた。これによれば、一個人、または、一法人が保有できる持ち株会社の株式数の上限は、発行株式の5%である。ただし、一個人、または、一法人が複数の法人を介して株式を保有することは禁止されていないため、これは実効力のある規制ではない。また、金融子会社が他企業の株式を保有することは禁止されているが、金融持ち株会社の株主が他の企業株式を保有することは禁じられていない。よって、金融持ち株会社の最大株主が、傘下の銀行からグループ企業に融資をさせることは可能である。このため、系列融資の無制限な拡大を避けるべく、新銀行法は、銀行の株主や役員、持ち株会社の役員が10%以上保有する「関連企業」へはローン総額の20%、非「関連企業」・同一個人には30%以上融資することを禁じ、さらに、少数株主のなかから選抜された相談役会、地域企業の利益を代表する地域審議会、地域信用委員会などの意見を役員会が聴取することを義務づけている。

新銀行法は、持ち株会社が金融子会社から得る報酬を配当に限定し、金融子会社の債務を持ち株会社の自己資本金と同額まで保証することを義務づけている。子会社のリスク(損失)は、自己資本額を限度として持ち株会社の負担となるため、子会社の債務は自らの債務と同等の支払い義務が発生する。その一方で、政府は最低自己資本比率を引き上げ、持ち株会社によるリ

スク負担能力を引き上げた。1991年3月には4段階のリスクウェイトの自己資本比率規制を導入し、5月にはバーゼル合意のに従って最低自己資本比率を8%に設定した。

外貨債務発行については、1992年4月に外貨預金が直前の四半期のペソおよび外貨預金の10%に制限されるようになった。ただし、その時点で10%以上保有している銀行は外貨債務額を減らす義務はなく、ペソ債務の拡大により比率が10%以下になるまで新規外貨預金発行が禁止された。外貨預金以外の外貨債務については、15%の準備を外貨資産で積むことが義務づけられるようになった。残りの85%は、銀行の裁量で自由に貸し付けられた。

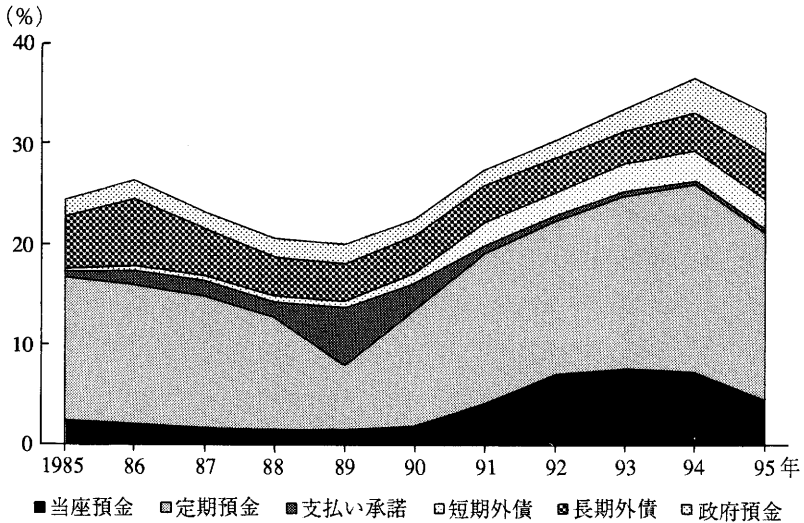
### 3. 金融自由化の結果

#### (1) 金融仲介量の増加

図11にあるように、1988年の利子率自由化、90年の民営化以来、銀行の負債は定期預金を中心に増加した。91年に当座預金への利子支払いが認められると、銀行外資産からのポートフォリオシフトにより、当座預金の比率も急拡大している。また、健全性規制強化により、自己資本比率は上昇する傾向にもあった。

銀行信用は、1989年に強制準備や信用統制が緩和されてからは、ウェイトが公的部門から民間部門へシフトした。また、準備率引下げやマクロ経済安定の回復などにより、貸付額も総資産の90%を超えるようになった。対GDP比でみると、90～94年の5年間に20%ポイント以上も増加している（図12、図13）。

実質利子率は、利子率が自由化された1988年を除き、ほぼ一定の預貸スプレッドを維持している（図14）。しかし、実質預金利子率はインフレーションの高かった88年には大幅なマイナスであり、再びインフレーションの高まった91年にもマイナスとなっている。このことから、チリのみならずメキシコにおいても、高インフレ下ではプラスの実質利子率が達成されにくい

図11 銀行部門の債務構成  
(対GDP比)

(注) 1995年のGDPは94年値にインフレ率を乗して算出。

(出所) 図1に同じ。

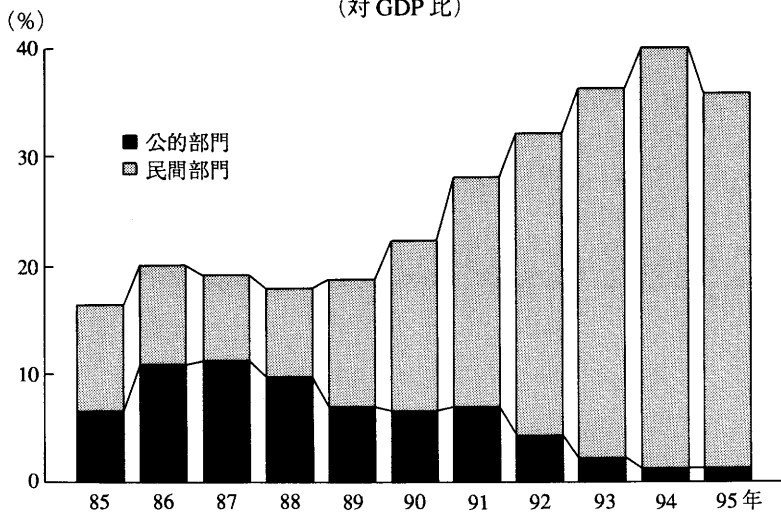
ことがわかる。

## (2) 銀行システムの不安定化

銀行信用が急激に増加したことは、金融仲介機能が政府から民間に移管したことを意味したが、仲介の質は金融抑圧時代よりも改善されたわけではなかった。銀行信用の拡大は、準備率引下げやマクロ経済安定の回復だけでなく、民営化間もない銀行が相互にシェア争いをしたことや、経営者が銀行経営に慣れていなかったこと、元利支払い遅延者リストが各行で共有されていなかったことなど、金融仲介の非効率性に後押しされた面もあるからである。シェア競争の結果、この時期の貸出の多くが慎重な審査を経ず、後に不良債権化したといわれる (OECD[1992],[1995])。

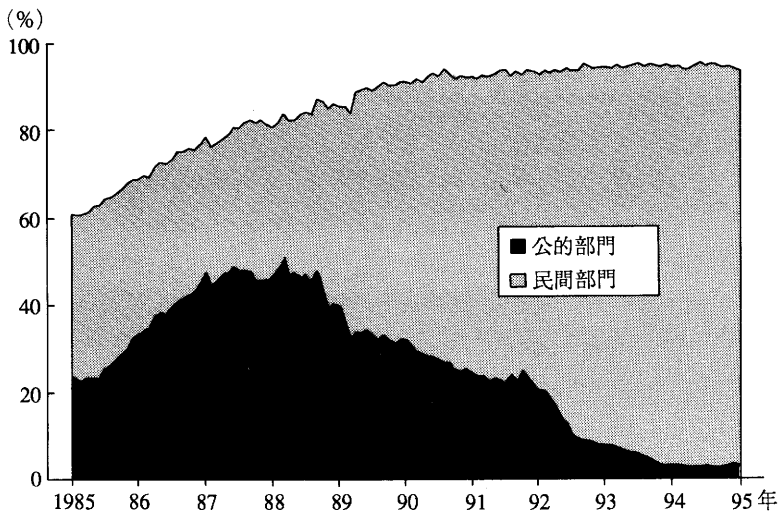
図15にあるように、不良債権はローン総額の3.1% (1991年) から7.4%

図 12 メキシコの銀行信用の構成  
(対 GDP 比)



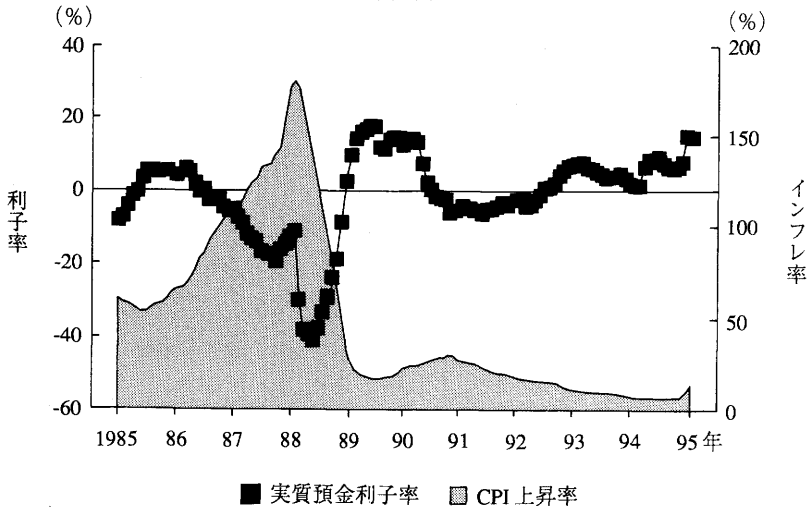
(出所) 図 1 に同じ。

図 13 信用残高／総資産比率



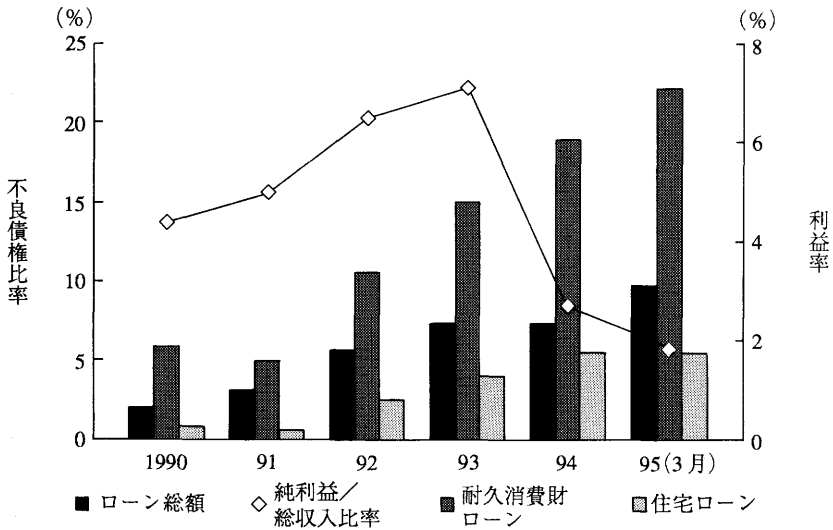
(出所) 図 1 に同じ。

図14 インフレーションと実質利子率  
(年率)



(出所) 図1に同じ。

図15 不良債権比率と利益率



(出所) Comición Naciona Bancaria y de Valores.

(94年)にまで増加している。とくに、耐久消費財向けのローンの不良債権化が顕著である。しかし、銀行の純利潤／総収入比率は4.4% (90年) → 5.0% (91年) → 6.5% (92年) → 7.1% (93年) → 2.7% (94年) と生産拡大の続いた91年から93年までは上昇傾向にあり、信用拡大路線は短期的には合理性をもっていた。

#### 4. 政府の対応 — 事後的措置

##### (1) 支払い保証 — 緊急融資、国有化

1995年、メキシコ政府が国際収支危機直後に発表した政策には、銀行の外債償還を保証することが四つの柱の一つとされていた。その後、メキシコ政府は各国政府、国際機関、各国銀行にクレジットラインの設定を要請し、1月31日には総額528億ドルの国際支援を取り付けた。このほかにも、銀行外貨債務の支払い保証措置として、95年1月より、政府は銀行に対して銀行預金保険基金 (Fondo Bancario de Protección al Ahorro: FOBAPROA) を通じた外貨建てCD償還のため、総額40億ドルの外貨供給を懲罰的利子率で行っている。

ペソ負債の支払い保証措置としては、政府は1995年2月に暫定資本化プログラム (Programa de Capitalización Temporal: PROCAPTE) を開始する。これは、為替減価や不良債権償却によって、自己資本比率の低下した銀行を一時的に助けるため、銀行に劣後転換社債を発行させ、中央銀行であるバンコ・デ・メヒコ (Banco de México) が買い入れるプログラムである。これにはメキシコにある銀行18行のうち5行が参加し、64億8800億ペソがFOBAPROAから供与された。PROCAPTEに参加した銀行は、自己資本比率を9%以上に維持することが義務づけられており、劣後債完済まで新規債務発行は禁じられる。

倒産した銀行に対しては、政府は再国有化を実施した。1995年3月3日のバンパイス銀行を抱える金融グループのアセメクス・バンパイス、クレミ銀

行、ユニオン銀行への介入を皮切りに、インベルラット銀行、オブレロ銀行、オリエンテ銀行など6行を管理下においている。国有化により、事実上政府が債務の履行を保証したといえる。

## (2) 再資本化——法改正、買収

暫定資本化、クレジットラインの設定、国有化などにより、支払い不能危機の懸念が薄れてからは、政府は本格的な再資本化プログラムを実施しはじめた。

市場志向路線を追求する財政難の政府にとって、経営が悪化した銀行の国有化は魅力的な選択肢ではない。このため、政府は条件が許す限り、経営悪化した銀行の他銀行による買収を進めている。買収する側の国籍は問われていない。買収を促すため、1995年2月には銀行法が改正され、銀行など金融機関への外資参加規制上限が発行株式の30%から49%に引き上げられた。自己資本比率が6%に満たない銀行については、外国金融機関による100%株式取得も認可している。国内銀行による買収では、自己資本の充実した銀行が地域的に補完関係にある銀行を買収する例が主である。外国銀行による買収は1件が完了し、外国銀行への少数株式の売却は数行でみられている。これに加え、政府は金融グループ内でのリストラクチャリングを促し、持ち株会社は保険子会社や外国現地法人などを外国金融機関に売却している。また、銀行は登録資本の50%まで許可を得ずに増資することも可能になった。

## (3) 補助金給付

既存の銀行株主に再資本化を促すために、非公式なルールづくりが行われた。不良債権を政府(FOBAPROA)に売却する際は、プロブルサ銀行がスペインの銀行に買収されたときの例に倣い、株主は売却額の半額を増資するというものである。株主がこうしたルールに従うのは、不良債権売却には補助金がセットになっているためである。FOBAPROAは、不良債権を銀行から



購入する際、対価として CETES と同率クーポン付きの国債を支払う。このため、銀行は利払いの停止した不良債権から元利支払いを得ることができ、この部分が補助金となる。外貨建て資産に関しては LIBOR と同率のクーポンがついた。ただし、支払いは不良債権からの利払いと同額がクーポンとして支払われ、利払いのない残りの部分は株式として支給される。この株式は銀行の発行した転換劣後債と交換可能とされた。額面の半分の資金投下で CETES や LIBOR と同じクーポンを得られ、かつ、銀行の経営コントロールを失わないことは、株主にとって大きな誘因となったと考えられる。

対銀行債務者には、1995年9月から開始された銀行債務者救済プログラム (Acuerdo de Apoyo Inmediato a los Deudores de la Banca: ADE) によって補助金が給付された。対象は中小の債務者 (銀行ローン総額の75%) であり、遅延のない債務には自動的に提供され、遅延債務者も銀行との再建計画に合意すれば、交渉開始日にさかのぼって徳政措置を受けることができる。

#### (4) 国際支援要請

チリの金融危機では、対外的には政府が民間債務を引き継いで債務削減交渉を行った。チリ政府は成功裡に債務を削減し、その削減率は途上国のうちで最高であった。これに対し、メキシコ政府は各国政府、国際機関、外国商業銀行に国際支援を要請し、国債 TESOBONOS (Bonos de la Tesorería) 返済分を含めて 528 億ドルを借り入れることに成功した。FOBAPROA の資金は国際機関貸付によって増強され、さまざまな再資本化プログラムを実施することを可能にした。

#### (5) インデクセーション・ユニットの導入

インデクセーション・ユニット (Unidades de Inversión: UDIs) は、1995 年 4 月 1 日に導入された。価値修正の仕組みはチリの UF と同じであり、債務負担を時間的に平準化することで流動性問題を避けること、満期の長期化を目指している。

### 第3節 考察

#### 1. マクロ経済安定維持の重要性

マクロ経済の安定は、金融自由化を成功させるための重要な前提となる。効率的な金融システムでも、マクロショックを回避することはできないからである。

マクロショックは相対価格変化をもたらすため、銀行経営に影響を与える。こうした相対価格の一つは、異時点間消費の相対価格である実質利子率である。銀行は預金を固定名目利子率で発行するため、インフレ率変動によって実質預金利子率は変動する。この変動が大きく、実質預金利子率がマイナスになる可能性が高まるときには、家計のリスク回避を反映して貯蓄動員が困難になる。一方、貸出条件も名目利子率で設定されるため、同様の困難に遭遇する。このとき、銀行がリスク回避的に貸出を行うならば、インフレーションの変動が大きいほど、リスクプレミアは高くなるはずである。よって、チリのようにインフレ期待が収まらない場合には、リスクプレミア分だけ実質貸出利子率が上昇し、その水準が持続する局面では、逆選択が発生する可能性も指摘できる。また、賃金は資産価格よりも調整速度が遅く、インフレーションは債務者家計に流動性問題を発生させることも考えねばならない。このように、効率的な金融仲介のためには、インフレ率を下げ、安定させる必要がある。インフレ率が高い水準にあると、その変動も大きくなるためである。

もう一つの相対価格は、同一時点内の相対価格変化である。例えば、為替レートが減価すると、貿易財部門の収益性は増え、非貿易財部門の収益性は減る。こうした為替変動を短期間に発生させることは、借り手に調整猶予を与えないため望ましくない。急激な為替減価を伴うような経済安定政策をとる必要を発生させないためにも、経済安定は重要である。

このように経済安定は重要であるものの、一般に、長期間継続した高率のインフレーションを抑えるには時間がかかる (Bruno et al.[1991])。このため、望ましいことではないが、経済が不安定なもとで金融自由化が実施されることもある。こうしたとき、UFやUDIsのようなインデクセーション・ユニットを導入することで、流動性問題などのマクロ経済不安定に伴う弊害を一定限度取り除くことが可能になる。ただし、インデクセーション・ユニットの導入は、資本市場の不完全性<sup>(8)</sup>を修復するものではなく、その効果は流動性問題回避に限られたものであり、インフレーション・イナーシャというマインナス面を伴うことに留意しなければならない。

## 2. 情報開示の重要性

### (1) 株主と債権者の対立

一般に、自己資本比率が低下すると、株主にはリスクの高いプロジェクトを追求する誘因が強まる。株主は残余請求権者であり、プロジェクトの収入の多くを債務返済に充てる状況では、残余を高めるべく、高リスク高収益のプロジェクトを選ぶようになるためである。銀行がリスクの高い経営をすると、その銀行の発行する負債の価値は低下するため、企業価値を一定とすれば、債権者から株主へ富の移転が行われていることになる。

チリでは、自己資本比率の低下が株主の誘因に与える影響が考慮されず、CORFOが民営化時に買収資金を融資したことなどにより、銀行の自己資本比率が低くなってしまった。メキシコでは、バーゼル合意に従って8%の自己資本比率規制がしかれたものの、不良資産が蓄積されていくにしたがい、8%を維持することが難しくなっていった。両国の銀行危機において、自己資本比率の低下が経営を高リスクに向かわせた可能性は否定できない。このため、監督当局への定期的な情報開示を義務化し、支払い能力低下の兆候がみられたら、当局が速やかに立入検査に入り、正味資産がゼロになる前に銀行を閉鎖するような体制を整備することが求められる。

## (2) 経営者と外部主体の対立

エージェンシー・コストの議論によれば、情報の不完全性のもとでは、チリにみられたような株主の一部の利益しか代表しない経営政策は非効率を生むことが知られている (Jensen and Meckling[1976])。例えば、経営をコントロールする株主（以下では「経営者株主」と呼ぶ）の所有するグループ規模拡大のため、銀行経営者が低収益を承知で融資したとしよう。この融資により、株主が株式を保有することによる期待収入は減る。しかし、経営者株主は、期待収入が減少しても、グループ規模拡大という付加的なベネフィットを享受する。もしも、グループ拡大のベネフィットが期待収入減よりも大きければ、期待収入減と等しくなるまで経営者株主はグループ融資を行わせるであろう。

もちろん、市場参加者のもつ情報が完全で、合理的に期待を形成するときには、新規に参入する投資家は系列融資によって収益が低下することを織り込んだ価格でしか株式を買おうとしないであろうし、新規の預金者はより高い預金利率のもとでしか預金しないであろう。こうして完全競争的な株式や預金市場を想定した場合、非効率投資による収益減少は経営者株主によって負担される。そして、もしも経営が非効率であることが市場参加者の知るところとなれば、乗っ取りという市場規律によって経営は正されることになる。また、すでに株主となっている投資家は、結束して非効率的経営に積極的反対をするであろう<sup>9)</sup>。すでに預金している預金者は、預金引揚げという消極的な反対行動をとることが考えられる。

しかし、市場の情報は完全ではなく、経営者株主と外部株主のもつ情報量には差がある。外部の株主が情報を入手するにはコストを支払わなければならないため、経営主体には一定限度まで自らの効用のみを高める行動をとる余地ができる。しかも、こうした経営介入には、一人の外部株主が行うとその恩恵は株主全員に行き届くという非競合性があるため、公共財と同様に、その供給量は過少になる (Stiglitz [1985])。民営化による所有の分散は、株

主同士の協調行動を難しくさせ、グループ融資を抑止する力を減じてしまったのである<sup>(10)</sup>。

預金者も元来小口で多数存在するため、同様の理由から、個々の預金者が経営を監視する誘因は弱い。しかも、預金者とはいつでも償還可能な債権の保有者であり、その債権額は債務超過に陥らないかぎり定額である。よって、情報収集コストを支払って経営に介入するよりも、経営が悪化したと判断するときには、預金を引き出して他の銀行の口座に移す方が安全で安価である。これに加え、チリでは、後述するような包括的な預金保険が存在し、メキシコにおいても国有化などを通じた預金の支払い保証が存在したことから、預金者には経営状態を観察し、その結果に応じて預金を引き出す理由はなかったといえる。

このように、預金者に経営監視を期待することは難しく、所有が分散した状況下では、外部株主による経営監視を期待することも難しい。このため、両国で情報開示が進んでいなかったことは、経営者を規律づける有効な手だてを失うこととなった。

### (3) 系列融資

系列融資比率の高い銀行の経営が破綻したという事実はあっても、系列融資自体は銀行の経営を不健全にするものではないという指摘も可能かもしれない。銀行が系列外企業と比べて系列企業の情報をより多く持っているならば、系列融資比率が高いことは、慎重な経営をした結果であるとも考えられるからである。しかし、所有の分散が進むにつれ、経営をコントロールする株主の非効率経営への誘因が強まるため、エージェンシー・コストが発生してしまう。しかも、たとえ系列融資比率の高い銀行が健全経営をしていたとしても、預金者など銀行外の主体が検証することは困難であり、たとえそのことが確認できたとしても、貸付競争を通じてその価値はなくなってしまふ。

エージェンシー・コストの発生を避けながら、銀行の高い系列融資比率が

容認されるためには、他銀行にはない系列企業の情報を利用して効率的な経営をしていることを預金者などの外部者に信じさせる根拠が必要である。例えば、Klein and Leffler [1981] が財市場の例で示したように、銀行が預金者と長期的な取引をすると想定した場合、預金者がいくらかのレントを保証すると、銀行が機会主義的な行動をとることを防ぐことができる。こうした名声による信認維持のメカニズムが存在している場合、たとえ系列融資の比率が高くとも、銀行が不健全な系列融資によって預金者にリスクを負担させる誘因は減少する。ただし、こうしたメカニズムが機能するためには、系列融資と非系列融資の収益性や不良債権比率などを示す銀行経営の情報が、コストをかけずに預金者がわかるように、事後的に公開されること、預金者間の情報が完全で相互に協調行動をとってレントを供与できることなどを満たさなければならない。

#### (4) リスク回避努力を反映したセーフティネットの提供

銀行危機が発生すると、政府は銀行システムの支払い不能回避を最優先にして行動する。銀行危機がもたらす厚生損失については、冒頭で述べたとおりである。チリやメキシコでは、危機発生直後に中央銀行を通じた緊急融資によって、取り付けが回避された。

緊急融資に加え、チリとメキシコでは、銀行の資本を増強して債務超過に陥ることを防ぐため、政府から銀行株主に補助金が支給された。例えば、チリ政府は民間対外債務を保証しないと明言していたが、銀行危機時に為替補助金が支給された。メキシコ政府は、不良債権を同額の国債と交換することで株主に補助金を支給した。また、ADEプログラムでは、利子率の減免などの徳政措置が実施され、対銀行債務者に補助金が支給された。政府が利子率減免費用を負担するということは、政府が銀行の債務保証をすることと同じであり、銀行株主への補助金と同じと考えられる。

預金保険などのセーフティネットは、その提供方法によっては、逆に銀行にリスクの高い経営を行う誘因を与えてしまうことがある。例えば、政府が

預金保険の料率を一律に定めると、銀行株主がリスク回避努力をやめるというモラル・ハザードが発生する。事前に預金保険に支払うコストがリスク回避努力に応じて減らないのであれば、そうした努力は行わない方がよいからである。同様に、中央銀行による緊急融資も、融資条件にリスク回避努力が反映されなければ、モラル・ハザードを引き起こしてしまう。こうしたセーフティネットに加え、経営危機に際して補助金が支給されることになれば、高リスク経営への誘因はさらに強まるといえる。

また、緊急融資によって預金がすべて払戻し可能になるのであれば、対銀行債権保有者にもモラル・ハザードが発生する。預金の払戻しが保証され、各行の保険費用負担が同じであれば、銀行の経営状態を考える努力をせず、利子率の高さだけを基準に預金することが預金者にとって最適になるからである。しかも、料率が同じであるかぎり、リスク回避的な経営のもとで低い利子率しか提示しない（最適化しない）銀行には預金が集まらず、いずれは淘汰されてしまう。

緊急融資や預金保険などのセーフティネットが一律のコスト負担で提供されるのは、情報開示が不徹底で情報が各主体間で非対称なことから、各行の努力水準を観察することが難しいためである。この点からも、有効な情報開示が望まれる。

### 3. 情報開示方法の検討

チリの銀行信用が不良債権化した原因は、収益性とリスクを無視した系列融資、過大な外貨リスク、債務保証によるモラル・ハザードの発生、政策当局の情報不足などであった。メキシコでは、これらの問題に注意して規制体系が構築された。しかし、バンパイス銀行の法的上限を超えた系列融資やいくつかの信用組合の不正会計は違法行為であり、監督当局の情報把握が不十分であったことを示している。エージェンシー問題が情報の非対称性に起因することを考えれば、情報開示の徹底は金融仲介効率化のためには必然の条

件であるが、チリの失敗を参考にしたメキシコにおいてすら不十分にしか実現できなかった。今後は、より実効性の高い情報開示の方法を考えていく必要がある。

両国の情報開示方法を考えるときには、国際的な資本移動が比較的自由であることを考慮に入れ、会計基準をアメリカのGAAP（Generally Accepted Accounting Principles）のような国際標準に変更する必要がある。より正確で多量の情報を含む国際的基準に合わせることで、国際間でより効率的な資源配分が期待できるためである。

メキシコでは、従来の会計原則のもとでは、「不良債権」の定義範囲が狭いなど、国際的に通用しているアメリカのGAAPよりも経営の健全性を観察することが困難であった。例えば、利払いは、支払いが停止しても9カ月（クレジットカード）から12カ月（抵当証券）までは元本に繰り入れることが容認されているため、資産内容の悪化がバランスシートに即時に反映されない。また、不良債権化した後も、アメリカのGAAPでは元本を含めた額が不良債権として計上されるのに対し、メキシコの会計基準では遅延した利払い額のみが不良債権として計上される。こうした状況下では、バランスシート規制は限られた意味しかもちえない。

実際の損失発生からバランスシートに計上されるまで時間があると、持ち株会社のみが損失を知るという状況を作り上げやすい。情報が公開されずに不良債権比率が上昇すると、メキシコのように子会社債務の保証が義務づけられていれば、持ち株会社は会計原則上の期限までにバランスシートを再建しようとするであろう。こうした努力は、コスト削減などの実質的な効率化を図ったり、会計技術を駆使して表面的なバランスシートの改善を図ることも考えられる。しかし、有限責任制のもと、損失が発生して実質的に自己資本が減少しているときには、持ち株会社が一発逆転の投資を行うこともありうる。投資が失敗することで失う自己資本は少なく、成功すれば良好な財務状態に戻ることができるためである。このため、株主は高リターンの期待できる高リスク投資に傾きやすくなる。



情報開示の必要性は銀行だけに限定されない。メキシコでは、再民営化当初のシェア争いも手伝って、各行で消費者信用情報が共有されなかった。消費者信用情報は、各行が蓄えた貴重な経営資源だからである。このため、一つの銀行のブラックリストに載った禁治産者が、違う銀行でローンを受けることも可能であった。今後は、消費者信用データベースの蓄積と共有を進めていく必要がある。この点、メキシコ政府が消費者信用格付け会社の営業を認可したことで、一定の前進が期待できる。

## 付論 I チリの救済スキーム

### 1. 預金保険

自由化後最初に発生した1975年6月のSINAP預金取り付けでは、政府は預金引出しを一時は認めながらも、その後引出し上限の設定、預金保証額の縮小を行った。76年12月の金融危機では、政府は合法的に設立された金融機関の預金を全額保証した。77年、81年と金融機関の経営破綻が続いたときにも、政府は法定の手続きを踏んで設立された機関に関しては預金を全額保証している。政府の預金保証により、SINAP以外は取り付けが発生することはなく、金融システムの安定性を保つことに成功した。83年1月には、預金保険は明文化された。

### 2. インデクセーション・ユニットの導入

チリでは政府が公的にインデクセーション・ユニット(UF)を導入し、債務のリストラクチャリングの過程で積極的に用いた。

## (1) 計算方法

UFは1967年1月2日の政令40号によって創設されたインデクセーション・ユニットである。UFは、75年から毎日設定されるようになっている。 $t$ 期のUFは下式に基づいて計算される。

$$\begin{aligned} UF_t &= UF_{t-1} \times \frac{CPI_{t-2}}{CPI_{t-3}} \\ &= UF_{t-n} \times \frac{CPI_{t-2}}{CPI_{t-n-2}} \end{aligned}$$

よって、 $t-n$ 期から $t$ 期までのインデクスは

$$\frac{UF_t}{UF_{t-n}} = \frac{CPI_{t-2}}{CPI_{t-n-2}}$$

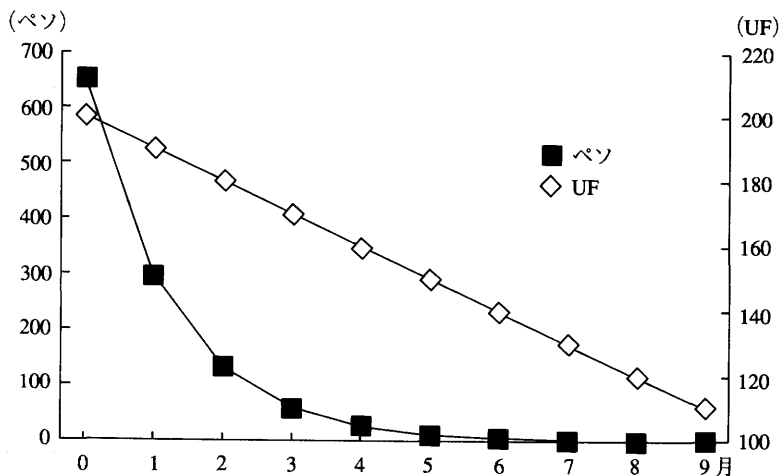
となる。

## (2) メリット

インデクセーションは2期前までのインフレ率に等しくなり、厳密に $t$ 期のインフレ率が回避されるわけではない。しかし、高インフレ経済でインデクセーションがないと、返済負担が返済初期に偏り、流動性問題を引き起こす。

例えば、インフレ率が100%の経済で第0期に1000ペソを借り、第0期末から第9期末までに100ペソずつ返済するケースを考えてみよう。利子率は実質で10%、名目で110%であり、利子負担は期首残高に対して計算されるとする。UFを使ったケースの返済計画は図16のなだらかな直線になる。ところが、インフレーションが100%の経済でUFを使わないと、返済計画は急激に減少する曲線となり、第0期末の返済負担は650ペソとなる。よって、返済を滞らせないためには、債務者は借入をした期末に借入をした金額以上の返済をする準備がなくてはならない。ただし、UFのようなインデクスを

図 16 インフレーションによる返済負担の前倒し



(注) 元金 1000 ペソ, インフレ率 100%, 実質利子率 10%, 10 カ月 100 ペソ均分返済の場合。  
(出所) 筆者計算。

導入しても、債務者のキャッシュフローがUFに連動していないかぎり、返済負担は平準化されないことに留意すべきである。

### 3. 債務者救済プログラム

債務者救済プログラムは企業向けと個人向けに分かれる。企業向けはリスケジュールのほか、運転資本、給与、新規雇用のための各種クレジットラインの設定、新規プロジェクト（中小企業のみ）への融資などが行われた。これらのすべてが商業銀行を通じて行われ、中央銀行が間接的に融資した。

個人向けの債務は、1983年3月以前のモーゲージ債権がリスケジュールの対象とされた。債務のリスケジュール比率は満期の早いものが最も高く、すべてのローンはUFで計算され、8%の実質利子率を伴っていた。

企業向けのリスケジュールは1983年4月12日に開始され、債務総額の30%、または、1万6700UFまでのいずれかが対象となった。最初の1年

目は利払いがゼロで、5年間は元本支払いがない。満期は10年、実質利子率7%という条件であった。このプログラムにより、リスケジュールされた債務総額は1700万UFであった。

#### 4. 銀行救済プログラム

債務者救済プログラムに比べ、銀行の財務内容を改善させようとした銀行救済プログラムは補助金支給の色彩がより濃い。銀行向けに行われたのは、ドルスワップ、二次にわたるリスケジュール・プログラム、そして、再資本化プログラムなどである。

1983年のドルスワップは、為替減価によるドル負債返済の負担増大を緩和するために実施された。国内居住者から銀行に返済されたドル負債は、中央銀行のドル建て口座に預金され、6カ月LIBOR+スプレッド（スプレッドは87年4月まで継続）の利子率が付与された。銀行は対外債務返済のためにだけ、この口座から預金を引き出すことが許され、預金残高はペソでクレジットラインが中央銀行に設定された。

1983年の第1次リスケジュールリングでは、中央銀行が銀行の自己資本と同額まで無利子で融資した。中央銀行に対し、銀行は10年間かけて6カ月ごとに5%ずつ返済することが求められた。1年の平均残高に利子収入が発生するとして簡便に補助金額  $St$  を算出すると、

$$\sum_{t=1}^{10} St = \frac{(1 - 0.05t)}{2 \prod_{t=0}^{10} (1 + \rho_t)} Kr$$

となる。ここで自己資本は  $K$ 、実質利子率（年率）が  $r_t$ 、割引率が  $\rho_t$  である。もしも、 $\rho_t = 0$  とすると、自己資本利子収入の約10.5年分（ $10.5Kr$ ）、 $\rho_t = r_t = 0.1$  のときには約3.7年分（ $3.70Kr = 0.37K$ ）が補助金として支給されたことになる。

1984年には、83年プログラムをより包括的にしたリスケジュール・プロ

グラムが開始された<sup>(11)</sup>。今回は、中央銀行が銀行の自己資本  $K$  の 1.5 倍までの不良債権を現金で購入することになった。銀行はこの資金をまず中央銀行からの緊急融資返済にあて、残余分を中央銀行の満期 4 年、実質利子率 7% の支払い証書を購入することが義務づけられた。中央銀行の現金貸付は満期が 10 年で、10% の実質利子率を伴っていた。さらに、これとは別に、銀行は自己資本と同額まで不良債権を譲渡不可能な無利子の中央銀行証書に引き替えることができた。この中央銀行券は満期 10 年、実質利子率ゼロの債券である。ここでの補助金は、 $[(1.5K - \text{緊急融資額}) \times (1 + 0.07)]^4 + K r^0$  である。

1985年2月には、銀行監督委員会に再資本化を促進する権限を与える法案が通ったことで再資本化プログラムが開始する。これにより、政府介入を受けた銀行は、中央銀行に不良債権を売却する前提として、再資本化をするよう義務づけられた。再資本化のための新規株式は、既存の株主に優先的にオファーされた後、残余が第三者に売却され、それでも買い手がつかない場合には、発行株式の 49% まで政府の持ち株会社 CORFO が買い入れた。CORFO は買い入れた株式を毎年 20% 以上ずつ、5 年以内に売却することが義務づけられており、市場で買い手がつかない場合には再資本化プログラムで株を購入した新規株主に無償で配分されることになった。さらに、経営状態の不安定な銀行株式の市場公募を支えるため、CORFO は新株購入資金を長期低利融資し、税制上の控除を認めるなど、資本化へのインセンティブを設けた。また、再資本化プログラムで CORFO に発生する損失は中央銀行が負担し、大蔵省が一定限度まで補填した。

再資本化プログラムにより、銀行の対政府債務（緊急融資）は株式に転換された。また、再資本化を促すため、銀行株式購入には、税制・財政的なメリットと将来の資本移転の可能性がパッケージとして添付されていた。再資本化の過程で、既存の株主が自らの株式シェアを低めないためには、再資本化に必要な資本の一定率（現在の保有比率）の資金を投下するか、少なくとも売却価格以上で CORFO 放出株の現保有比率だけ再購入する必要があった。

新規株主への税制上の特典、補助金、または、既存株主への株主売却における利子率分の補助金などの支出は、すべて中央銀行や大蔵省が負担し、最終的に国民が負担した。

## 付論Ⅱ メキシコの救済スキーム

### 1. 法改正

政府は銀行法を改正し、銀行など金融機関への外資参加を発行株式の30%から49%に引き上げた。また、自己資本比率が6%に満たない銀行については、外国金融機関による完全な買収も認可するようになった。また、外国金融機関が現地法人を設立しやすくする措置もとられた。以前までは、メキシコ子会社の51%以上の株式を保有する際には、親会社は子会社の株式の99%を保有する義務があったのに対し、その比率が51%以上に引き下げられた。また、銀行は登録資本の50%まで許可を得ずに増資することが可能になった。

### 2. 銀行の整理統合

1995年3月3日、バンコ・デ・メヒコは金融グループのアセメクス・バンパイスを自らの管理下においた。これと同時にオーナー経営者は辞任したが、最大株主の地位は保っている。介入の理由は、不良債権蓄積による自己資本比率の低下、経営に不正が認められたことである。バンパイス銀行の保有する不良債権の60%がアエロメヒコ、メヒカーナ・デ・アビアシオン、ウニオン銀行、クレミ銀行向けであった。これらは同一グループ、または、役員が株式を保有する「関連企業」であり、89年銀行法に抵触する行為であった。バンパイス銀行は94年に139億6000万ペソの純利益、95年に89億8000

万ペソの純損失を計上している。この後もバンコ・デ・メヒコは、インベルラット銀行、オブレロ銀行、オリエンテ銀行など、18ある銀行のうち6行を管理下におき、事実上の国有化を行った。

買収斡旋としては、スペインのビルバオ・ビスカヤ銀行によるプロブルサ銀行買収、スペインとポルトガルの銀行による金融グループ・ビタル株式の購入、カナダのノヴァ・スコティア銀行によるインベルラット銀行の買収、バノルテ銀行によるバンセン銀行の買収、などがある。ほかにも、金融グループの整理も進めており、バナメクス銀行を抱えるバナクシ・グループの保険子会社や、ビタル・グループの保険子会社の米系生保AIGへの売却、バンコメール銀行の米国子会社の売却などがみられる。これらの多くが金融持ち株会社、または、グループの中心的な金融機関の自己資本充実のための資産売却である。

### 3. インデクセーション・ユニットの導入

インデクセーション・ユニット（UDIs）は、1995年4月1日に導入された。価値修正の仕組みはチリのUFと同じであり、債務負担を時間的に平準化することで流動性問題を避けること、満期の長期化を目指している。

UDIsを利用すると、既存の債務は最長12年の長期債務に転換される。債務者との個別交渉の後、銀行はオフバランス勘定で中央銀行の所有する信託に当該ローンに移転する。信託は政府から年率4%の実質利子率でUDIsを借り入れ、ローンをUDIsに転換する。債務者が（銀行を通じて）支払うUDIs利子率は最高で年率12%。UDIsの利子率収入と4%支払いの差額は信託に積み立てられ、貸倒れの準備とする。銀行は、ローン満期と償還の一致したCETES28日物の利回りをもつゼロクーポン債を政府から受け取る。つまり、銀行は不良債権を信託勘定に売却し、国債に転換することで、自らのバランスシートを整理できる。債務者は、インフレーション変動リスク分だけ利払いを節約できる。信託と中央銀行を含めた政府部門には、国債支払い、ディ

フォールトによる潜在的収入減、利払い差額の収入が発生する。この合計がマイナスであれば政府は損失を計上し、他の条件を一定とすれば、将来に貨幣拡張をもたらすことになる。

UDIs プログラムでは760億ペソが転換される見込みであるが、1995年9月4日現在、UDIsの仕組みの複雑さと手続きの煩雑さから、目標額の5%もUDIs転換が進んでいない。また、チリのUFでも指摘したとおり、負債のインデクセーションは債務者資産のインデクセーションが同時に行われる必要があるが、預金のUDIs転換は進んでいない。5月15日には、地方債務174億ペソもUDIsに転換することが決定された。

#### 4. 対銀行債務者救済プログラム

対銀行債務者救済プログラム（Acuerdo de Apoyo Inmediato a los Deudores de la Banca: ADE）は、1995年9月から開始された。銀行ローン総額の75%が対象とされ、96年9月30日まで徳政措置が適用される。遅延のない債務は95年9月1日から自動的に適用されるが、遅延債務は銀行との個別交渉日から適用され、債務書き換え費用は銀行と折半する<sup>(12)</sup>。

債務負担の減免は4項目からなる。利子支払いの減額、遅延による割増利子支払いの免除、遅延に関する法的手続きの停止、追加的担保を必要としないことである。利子の減額は、クレジットカード・ローン、消費者ローン、商業ローン、住宅ローンが対象とされ、住宅ローンの上限額が最も大きく、最も低い利子率が適用される。商業ローンは20万ペソまで25%の利子率が適用される。追加的担保は、40万ペソ以上の債務を負っている企業は必要となる。

利子支払い減免による費用は、銀行（推定108億ペソ）と政府（134億ペソ、1995年）が負担する。



## 5. 銀行救済プログラム

1994年12月20日の為替減価は、銀行の対外純債務負担を増加させ、銀行を外貨流動性危機に陥れるおそれがあった。このため、95年1月より、政府は銀行預金保険機構（FOBAPROA）を通じ、銀行が外貨建てCDを償還する際に外貨を供給しはじめた。

2月に入ると、自己資本比率の低下した銀行を一時的に助けるため、暫定資本化プログラム（PROCAPTE）が開始された。6行が参加し、64億8800万ペソをFOBAPROAから供与された。資金は満期5年の劣後転換債と交換で供与され、満期内に返済がなければバンコ・デ・メヒコは株式市場で売却することができる。また、PROCAPTEに参加した銀行は、自己資本比率を9%以上に維持することが義務づけられており、劣後債完済まで新規債務発行は禁じられる。各行が供与された資金はバンコ・デ・メヒコ内の口座に入れておくことが義務づけられているため、即時的な貨幣増発効果は弱められる。

銀行再資本化プログラムは、いくつかのケースを経ながら定型的なフォームができあがっていった。とくに、金融グループのプロブルサがスペインのビルバオ・ビスカヤ銀行に買収されてからは、政府が買い入れた不良債権の半額を新規出資することことが求められた。資産シェア第1位のバナメクス銀行、第2位のバンコメール銀行なども、20億ドルずつ不良債権をFOBAPROAに売却している。FOBAPROAは10年国債（満期経過後は銀行株式に転換可能）で購入し、ペソ債権はCETES、ドル債権はLIBORのクーポンがつく。クーポンは売却した不良債権に支払われた利子支払いと等額が現金で支払われ、残余は株式で支給される。銀行は売却した債権の回収に当たり、発生する損失の25%を負担する。バナメクス銀行はTier 1資本で50%、Tier 2資本で50%、自己資本を10億ドル増強する。Tier 1資本の2億5000万ドルは株主による現金投入、残りの2億56000万ドルはイーゴンへの保険子会社売却に

よって捻出する。Tier 2 資本の5億ドルのうち、1億4000万ドルは合併事業のパートナーであるイーゴン、MCIより起債済みで、残りの3億4000万ドルは強制転換権付き劣後債の発行により調達する。この再資本化プログラムによって、バナメクス銀行の自己資本比率は15%になる。

〔注〕

- (1) ERBSについては、Kiguel and Liviatan[1992]; Rebelo and Végh [1995] を参照のこと。
- (2) 預貸利子率格差が大きいのは、信用市場の非効率性を反映していると考えられる。貸出利子率が高いのは、銀行組織のX非効率や信用市場の競争欠如以外にも、リスクを反映したとも考えられる。ただし、銀行が高リスクの貸出をしていることを預金者が知っている場合、銀行はリスクのある経営を反映した高い預金利子率を提示しなければ、預金を十分に得ることができない。よって、預貸利子率の格差が大きいということは、市場が不完全競争でX非効率を温存させているか、または、情報の非対称性が存在しているかが原因となっているはずであり、いずれのケースも信用市場の非効率を示している。
- (3) 銀行は債権の利子収入遅延を元本に繰り入れていたため、不良債権の正確な額を知ることはできない。
- (4) しかも、銀行自身を買収する際には、銀行を買収する主体に銀行自身が融資するという「自転車」(Velasco [1991], 原出所 Lüders [1986]) のような金融を行っていた。
- (5) SINAPは短期のインデクス預金を独占的に発行し、個人住宅や建設会社向けの長期資産を保有することを義務づけられた政府系金融機関であった。SINAPへの預金は1974年まで増え続けていたため、SINAPは住宅ローンを急増させた。しかし、フィナンシエラの預金利子率自由化によって短期インデクス預金市場における独占が崩れ、景気後退による貯蓄取崩しが始まったことから、SINAPからの預金引出しは急増し、SINAPの準備率はゼロであったために容易に流動性不足に陥ってしまった。75年6月に政府はSINAPからの預金引出し上限を課し、減額させて長期預金を代替的に交付する措置をとったが、倒産を避けることはできなかった。
- (6) 2月にIMFのカムドウシュ専務理事はペソ利子率が低いとの発言をしている。
- (7) その内容と背景については、本書第2章の棟近論文を参照のこと。
- (8) 本来ならば、資本市場が完全であれば、一時的に資金繰りに困るという流動性問題は発生しない。借入主体に支払い能力さえあれば、将来のキャッシュフローを担保に資金を得ることができるからである。

- (9) 合理的な投資家ならば、経営者株主が過剰な系列融資をしないと約束しても、それを防ぐ手だてがない場合には、株式購入後に非効率の経営によって被る損失を割り引いて株式を購入する。この場合にも、エージェンシー・コストは経営者株主が負担する。防ぐ手だてがある場合(例えば、他の株主と結束すると合計保有比率が50%を超えるときなど)には、それを実行に移すコストを割り引いて株式を購入するであろう。よって、この場合にもエージェンシー・コストは経営者株主が負担する。
- (10) たとえ、ある株主が協調行動を呼びかけたとしても、どのように協調行動の費用を配分するかという問題の解決は難しく、すべての株主が協調行動をとったか監視することも不可能である。このように、民営化によって所有が分散したことが、経営主体に非効率な経営を許容する余地を作ってしまったといえる。国有時代には、政府が100%株主であり、株主同士の協調の失敗は発生しなかった。
- (11) 1983年プログラムのもとで再編成されている債務は、84年プログラムに引き継がれることが決められた。
- (12) 債務者負担分も銀行が融資に応じる。

### 〔参考文献〕

- Aoki, Masahiko and Hugh Patrick eds. [1994], *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, New York: Oxford University Press.
- Arellano, José Pablo [1983], "El Financiamiento del Desarrollo," *Reconstrucción Económica para la Democracia*, Santiago: Editorial Aconcagua.
- Bruno, Michael et al. [1991], *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, Cambridge(Mass): MIT Press.
- Caprio Jr., Gelard et al. [1994], *Financial Reform: Theory and Experience*, New York: Cambridge University Press.
- Cortés-Douglas, Hernan [1992], "Financial Reform in Chile: Lessons in Regulation and Deregulation," in Vittas [1992].
- Dewatripont, Mathias and Jean Tirole [1994], *The Prudential Regulation of Banks*, Walrus-Pareto Lectures at l'École des Hautes Études Commerciales, Université de Lausanne, Cambridge(Mass): MIT Press.
- Edwards, Sebastián and Alejandra Cox Edwards [1991], *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Chicago: University of Chicago Press.

- Harberger, Arnold [1985], "Observations on Chilean Economy, 1973-1983," *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 33, No. 3, April, pp.451-462.
- Jensen, Michael and W.R. Meckling [1976], "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, October, pp.305-360.
- Kiguel, Miguel A. and Nissan Liviatan [1992], "The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations," *The World Bank Economic Review*, Vol.6, No.2, May, pp.279-305.
- Klein, Benjamin and Keith B. Leffler [1981], "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance," *Journal of Political Economy*, Vol.89, No.4, August, pp.615-641.
- Lüders, Rolf [1986], "Lessons from the Financial Liberalization of Chile: 1974-1982," unpublished, Washington D.C.: World Bank, June.
- OECD [1992], *OECD Economic Surveys*, Paris: OECD.
- OECD [1995], *OECD Economic Surveys*, Paris: OECD.
- Rebelo, Sergio and Carlos A. Végh [1995], "Real Effects of Exchange-Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories," *Rochester Center for Economic Research Working Paper No.405*, June.
- Reynolds, Clark W. [1994], "The Reprivatization of Banking in Mexico," in Aoki and Patrick eds., [1994].
- Stiglitz, Joseph E. [1985], "Credit Markets and the Control of Capital," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 2, May, pp.133-152.
- Sundararajan, Vasudevan and J. T. Thomas Baliño eds., [1991], *Banking Crises: Cases and Issues*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Valdés-Prieto, Salvador [1994], "Financial Liberalization and the Capital Account: Chile, 1974-84," in Caprio et al. [1994].
- Velasco, Andrés [1991], "Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial System, 1975-85," in Sundararajan and Baliño eds., [1991].
- Vittas, Dimitri ed. [1992], *Financial Regulation: Changing the Rules of Game*, EDI Development Studies, Washington, D.C.: World Bank.